

Спеціалізованій вченій раді Д 35.051.01  
у Львівському національному університеті  
імені Івана Франка

## ВІДГУК

офіційного опонента кандидата економічних наук, доцента

*Стецька Миколи Васильовича*

на дисертаційну роботу *Кушнір Мирослави Анатоліївни*

*«Поведінкове ціноутворення на фондовому ринку»*,

представлену на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

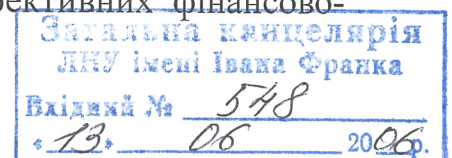
за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

## АКТУАЛЬНІСТЬ ТЕМИ ДИСЕРТАЦІЇ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК З НАУКОВИМИ ПРОГРАМАМИ, ПЛАНАМИ, ТЕМАМИ

В умовах інтеграції та глобалізації ціноутворення на ринку цінних паперів формується в результаті прийняття рішень великої кількості учасників ринку. Результативність фінансових рішень залежить від об'єктивності аналізу інформації щодо цінних паперів, прогнозування поведінки інших суб'єктів ринку та науково-методологічних основ розробки інвестиційної стратегії.

Теоретичною основою для розробки ефективної інвестиційної стратегії і побудови актуальної моделі поведінки в ринкових умовах є сучасна фінансова наука. Проте, численні дослідження вчених довели, що класичні фінансові теорії і моделі не можуть достовірно прогнозувати поведінку окремих суб'єктів ринку та зміни ринкової ситуації загалом. Це пов'язано з тим, що рішення учасників ринку не відповідають теоретичним припущенням про їх раціональність. Суб'єктивні поведінкові чинники мають сильний вплив на процес прийняття інвестиційних рішень та, відповідно, на ціноутворення на фондовому ринку.

Актуальною проблемою є врахування поведінкових аспектів у сучасних теоріях і моделях ціноутворення. З метою розробки ефективних фінансово-



інвестиційних стратегій виникає необхідність адаптації сучасних теорій ціноутворення на фондовому ринку до умов ірраціональної поведінки суб'єктів. Зважаючи на вищевикладене, актуальність тематики дисертаційної роботи Кушнір М.А. є науково та практично обґрунтованою.

Тема дисертаційної роботи відповідає науковому напрямку відділу регіональної фінансової політики ДУ «Інститут регіональних досліджень імені М. І. Долішнього НАН України»: «Фінансові механізми формування конвергентної моделі регіонального розвитку» (номер державної реєстрації 0112U000460), а також науковому напрямку фінансів та оподаткування Східноєвропейського національного університету ім. Лесі Українки «Фінансово-економічні проблеми розвитку країн з транзитивною економікою».

Матеріали виконаного дослідження використані при розробленні держбюджетної теми Східноєвропейського національного університету ім. Лесі Українки «Територіальні фінансові ресурси Західного прикордонного регіону України в умовах євроінтеграції» (номер державної реєстрації 0113U002222).

## **СТУПІНЬ ОБґРУНТОВАНOSTІ ТА ДОСТОВІРНОСТІ НАУКОВИХ ПОЛОЖЕНЬ, ВИСНОВКІВ І РЕКОМЕНДАЦІЙ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ**

Ознайомлення зі змістовим наповненням дисертації, автореферату та публікацій автора дозволяє зробити висновок про те, що наукові положення, висновки й рекомендації, сформульовані в дисертаційній роботі, характеризуються належним рівнем обґрунтованості та достовірності. Це аргументовано підтверджується глибоким та критичним аналізом фундаментальних наукових праць за проблемами поведінкового ціноутворення та, зокрема, вітчизняних і зарубіжних джерел у зазначеній сфері; використанням широкого спектру загальнонаукових і спеціальних методів дослідження; адекватним підбором та аналізом значного масиву статистичних даних щодо розвитку вітчизняного фондового ринку; успішною апробацією теоретико-прикладних розробок на міжнародних та всеукраїнських науково-

практичних конференціях, а також результативним впровадженням у діяльність вітчизняних учасників фондового ринку.

Отримані результати дисертаційної роботи відрізняються науковою новизною та цінним методико-рекомендаційним характером щодо практичного використання запропонованих розробок інституційними та індивідуальними інвесторами з метою підвищення ефективності фінансових вкладень.

## **СТРУКТУРА ТА ЗМІСТ ОСНОВНИХ ПОЛОЖЕНЬ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ**

Дисертаційна робота Кушнір М.А. за структурою складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Повний обсяг дисертації становить 212 сторінок, з них 177 сторінки формують основний текст роботи. За змістом, структурою та оформленням дисертація повністю відповідає вимогам МОН України.

У першому розділі «Теоретико-методичні положення поведінкового ціноутворення на фондовому ринку» (с. 11-71) автором на підставі вивчення та аналізу низки літературних джерел розкрито погляди авторів на трактування поняття «фондовий ринок», «ціноутворення на фондовому ринку»; уточнено сутність категорій «поведінкові фінанси», «поведінкове ціноутворення» (с. 11-13, 30-33); виокремлено критерії раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення (с. 33-47); розроблено систему ірраціонального поведінкового ціноутворення на фондовому ринку (с. 46-47); розвинуто методичні положення з оцінювання раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення (с. 57-68).

В межах другого розділу «Аналіз поведінкового ціноутворення на фондовому ринку України» (с. 72-129) проаналізовано етапи розвитку фондового ринку України (с. 72-91); охарактеризовано раціональне поведінкове ціноутворення на фондовому ринку України (с. 92-111) та доведено існування аномалій ірраціонального поведінкового ціноутворення (с. 111-125).

У третьому розділі «Адаптація поведінкового ціноутворення до особливостей фондового ринку України» (с. 130-174) дисертантом запропоновано модель ірраціонального поведінкового ціноутворення на фондовому ринку, в межах якої виявлено значний вплив страху втрат на формування ринкової ціни на фондовому ринку (с. 130-140); сформовано ситуативний підхід до стратегічного планування уникнення втрат учасниками фондового ринку в умовах ірраціонального поведінкового ціноутворення, яка дозволяє отримати гарантовану дохідність та уникнути втрат у випадку падіння цін на ринку за допомогою формування оптимальної структури портфелю ризикових та безризикових активів (с. 141-146); послідовність аналізу функції цінностей ірраціонального інвестора, яка полягає в ідентифікації безризикових еквівалентів для виявлення параметрів індивідуальної функції цінностей (с. 146-158).

Запропоновані висновки і рекомендації логічно випливають із положень дисертаційної роботи. В межах усіх розділів і підрозділів дисертації простежується послідовне та обґрунтоване вирішення наукового завдання щодо формування та розвитку теоретико-методологічних і практичних положень з поведінкового ціноутворення на фондовому ринку. Таким чином, можна зробити висновок про те, що дисертація є завершеною науково-дослідною роботою із пов'язаною, цілісною композицією, науковим стилістичним наповненням та авторською манерою викладення матеріалу.

## **НАУКОВА НОВИЗНА РЕЗУЛЬТАТІВ ДОСЛІДЖЕННЯ**

Ознайомлення зі змістом дисертації та автореферату дало змогу виокремити такі елементи наукової новизни у сформульованих автором положеннях дисертаційної роботи:

1. Дисертантом розвинуто понятійно-термінологічний апарат дослідження, зокрема удосконалено дефініції «фондовий ринок», «поведінкові фінанси» та «поведінкове ціноутворення». Застосування комплексного підходу до визначення суті цих понять дозволило урахувати всі функції та ознаки

фондового ринку, а також особливості поведінки учасників ринку при формуванні та встановленні цін (с. 11-13, 30-33).

2. Розвинуто класифікацію систематичних помилок учасників ринку на групи емоції та когнітивні процеси, залежно від способу їх впливу на інвестора. Запропонована систематизація дає можливість ідентифікувати та уникнути помилок при прийнятті рішень учасниками (с. 40-44).

3. Виокремлено критерії раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення, які ґрунтуються на особливостях поведінки учасників фондового ринку, зокрема принципів прийняття ними рішень та впливу систематичних помилок та дають змогу визначати можливості застосування відповідних моделей ціноутворення для аналізу та прогнозування цін на фондовому ринку (с. 33-38).

4. Дисертантом уточнено елементи системи ірраціонального поведінкового ціноутворення на фондовому ринку, яка узагальнює ірраціональні причини відхилень у ціноутворенні та напрям їх впливу. Імплементація запропонованої системи дозволяє виявити причинно-наслідковий зв'язок між ірраціональною поведінкою та ціноутворенням на фондовому ринку (с. 46-47).

5. Здобувачем сформовано методичні положення з оцінювання раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення, які передбачають поетапний аналіз поведінкових властивостей ціноутворення на фондовому ринку, що дає змогу ідентифікувати ірраціональний чи раціональний характер цін на ринку (с. 57-68).

6. З метою ідентифікації впливу поведінкових чинників на рівноважну ціну, зокрема таких як страх втрат та схильність до ризику удосконалено модель ірраціонального поведінкового ціноутворення на фондовому ринку (с. 130-140).

7. Вперше розроблено ситуативний підхід до стратегічного планування уникнення втрат учасниками фондового ринку в умовах ірраціонального поведінкового ціноутворення. Це дозволяє отримати обумовлений рівень

безризикової дохідності та уникнути втрат у випадку падіння цін на ринку, шляхом формування оптимальної структури портфеля, яка залежить від стану ринку ризикових цінних паперів та індивідуальних характеристик інвесторів (с. 141-146).

8. Запропоновано послідовність аналізу функції цінностей ірраціонального інвестора, яка полягає в ідентифікації безризикових еквівалентів для виявлення параметрів індивідуальної функції цінностей, що розширює можливості застосування теорії перспектив в емпіричних дослідженнях та при визначенні параметрів стратегічного планування уникнення втрат учасниками ринку (с. 146-158).

### **ПРАКТИЧНЕ ЗНАЧЕННЯ РЕЗУЛЬТАТІВ ДОСЛІДЖЕННЯ**

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що наукові положення дисертаційної роботи доведені до рівня конкретних пропозицій та методичних рекомендацій. Ключові результати прикладного характеру полягають в розробці ситуативного підходу до стратегічного планування уникнення втрат учасниками фондового ринку в умовах ірраціонального поведінкового ціноутворення; методичних положень з оцінювання раціонального та ірраціонального поведінкового ціноутворення; теоретичної моделі ірраціонального поведінкового ціноутворення на фондовому ринку. Отримані результати були застосовані в системі управління ПАТ «Фондова біржа ПФТС» (довідка №0653 від 30.11.2015), ПрАТ «Українська фондова біржа», (довідка № 302 від 11.12. 2015), ТзОВ «Підприємство «Росан-Цінні папери»», що засвідчує їх прикладний характер.

Ключові теоретико-методологічні та методико-прикладні положення дисертаційної роботи були впроваджені у навчальний процес Східноєвропейського національного університету ім. Лесі Українки при викладанні дисциплін «Фондовий ринок та цінні папери» та «Фінансовий моніторинг в Україні» для студентів спеціальностей «Фінанси і кредит» та

«Управління фінансово-економічною безпекою» (довідка №03-29/03/3998 від 02.12.2015).

## **ПОВНОТА ВІДОБРАЖЕННЯ НАУКОВИХ ПОЛОЖЕНЬ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ В ОПУБЛІКОВАНИХ АВТОРОМ ПРАЦЯХ**

Теоретико-прикладні положення, висновки та рекомендації дисертаційної роботи, що містять визначені елементи наукової новизни, повною мірою знайшли відображення у 22 публікаціях автора, серед яких – участь в 1 монографії, 8 наукових фахових публікацій, 2 статті у виданнях, що внесені до міжнародних наукометричних баз, 10 тез доповідей на науково-практичних конференціях, 1 стаття у науковому виданні України.

Кількість, обсяг і якість друкованих праць надають їх авторові Кушнір М.А. право публічного захисту дисертаційної роботи.

## **ДИСКУСІЙНІ ПОЛОЖЕННЯ ТА ЗАУВАЖЕННЯ ДО ДИСЕРТАЦІЇ**

Зазначаючи в цілому високий рівень обґрунтованості теоретичних і практичних положень дослідження, у дисертаційній роботі присутні певні недоліки та окремі дискусійні положення, зокрема:

1. Дисертант виокремлює групи методів оцінки раціонального і ірраціонального ціноутворення (с. 57-58). Доцільно було б навести порівняльну характеристику вказаних методів у кожній групі із зазначенням переваг і недоліків використання їх у процесі аналізу поведінкового ціноутворення.

2. Здобувач у дисертаційній роботі (с. 72-91) здійснює аналіз фондового ринку України з поділом на докризовий та посткризовий періоди. Для удосконалення етапізації розвитку фондового ринку доцільно детальніше розглянути особливості кризового періоду.

3. У третьому розділі запропонована послідовність процесу стратегічного планування уникнення втрат на фондовому ринку в умовах ірраціонального ціноутворення (рис. 3.4, с. 143). Проте, дискусійним є вибір

чинників на етапі стратегічного аналізу. Зокрема, до зовнішніх чинників автор відносить вибір ризикових та безризикових активів, до внутрішніх – функцію цінностей інвестора. Варто було б розширити наведений перелік чинників та навести приклади їх впливу.

4. Заслугове уваги приклад реалізації ситуативного підходу до стратегічного планування уникнення втрат учасниками фондового ринку у структурно-логічній схемі на рис. 3.5 (с. 145), в якій автор використовує умовні одиниці. Логічно, в рамках запропонованої стратегії, користуватися поняттями біржового лоту, що значно б підвищило репрезентативність прикладу.

5. На нашу думку, робота була б більш комплексною, якби автор провів аналіз проблем державного регулювання ціноутворення, що перешкоджають раціональному функціонуванню фондового ринку, та обґрунтував напрями їх вирішення.

Загалом, вищезазначені зауваження не зменшують наукової та практичної цінності результатів дослідження і не впливають на загальну позитивну оцінку дисертаційної роботи.

## **ВІДПОВІДНІСТЬ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ ВИМОГАМ МОН УКРАЇНИ**

Дисертація Кушнір М.А. є завершеною науково-дослідною роботою, що виконана самостійно автором на високому науково-теоретичному рівні. Дисертація написана українською мовою та оформлена відповідно до положень, норм і правил МОН України.

Автореферат за структурою і технічним оформленням відповідає визначеним МОН України стандартам. В авторефераті відображено ключові результати дисертаційної роботи та основні наукові здобутки автора. Зміст автореферату є ідентичним змісту основних положень дисертаційної роботи.



## ЗАГАЛЬНИЙ ВИСНОВОК ПРО ДИСЕРТАЦІЙНУ РОБОТУ

Дисертація Кушнір Мирослави Анатоліївни «Поведінкове ціноутворення на фондовому ринку» виконана на високому науково-теоретичному рівні, а одержані автором в процесі дослідження результати характеризуються науковою новизною та мають теоретичну і практичну цінність. У дисертаційній роботі розв'язано актуальне наукове завдання щодо теоретичних положень та прикладних рекомендацій щодо поведінкового ціноутворення на фондовому ринку. Дисертація є завершеною науково-дослідною роботою та відповідає вимогам МОН України, які висуваються до робіт на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук, зокрема, пп. 9, 11, 12 «Порядку присудження наукових ступенів і присвоєння вченого звання старшого наукового співробітника», затвердженого Постановою Кабінету Міністрів України № 567 від 24 липня 2013 р.

Усе вищевикладене дає можливість зробити висновок про те, що автор дисертаційної роботи Кушнір Мирослава Анатоліївна заслуговує присудження наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – фінанси, гроші і кредит.

### Офіційний опонент:

кандидат економічних наук, доцент  
кафедри фінансів суб'єктів господарювання і  
страхування Тернопільського національного  
економічного університету



**М. В. СТЕЦЬКО**

Підпис М. В. Стецько

Завіряю:

Зав. загальним відділом Таранова О.С.